

政策推动供需边际改善 - 2024 年 9 月中国经济数据解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2024 年 10 月 19 日

★9 月经济数据解读:

1、第三季度中国 GDP 同比增速 4.6%，高于市场预期。前三季度 GDP 累计同比增速回落至 4.8%，若要完成全年 GDP 增长 5% 的目标，则要求四季度 GDP 增速要高于 5%，任务仍然艰巨。第三季度名义 GDP 增速 4.04%，较二季度回升 0.07%，与实际 GDP 增速差收缩至 -0.56%，为连续第六个季度名义增长低于实际增长。微观企业与居民部门对经济的体感仍相对冰冷。

2、三季度 GDP 好于预期，主要源于 9 月份经济超预期。9 月份供需两端均呈现边际改善。供给端，9 月工业增加值同比增长 5.4%，较 8 月回升 0.9%。服务业生产指数同比 5.1%，较 8 月回升 0.5%。需求端，9 月社零增速 3.2%，较 8 月回升 1.1%。固定资产投资增速 3.4%，较 8 月回升 1.4%。需求端相对亮眼，受益于设备更新与以旧换新补贴加码，家电、汽车消费增速大幅改善，同时 9 月秋季开学也带动文化办公用品消费高增；投资方面，制造业、基建、房地产投资增速均有边际回升，且建安投资增速扩大 2 个百分点至 4.1%，或源于 8-9 月提速发行的政府债券融资资金落地使用。

★投资建议

9 月份经济数据体现出的边际改善，具有鲜明的政策引导和发力色彩。因此四季度国内经济形势如何，取决于政策支撑的持续性。9 月下旬以来一系列增量政策出台，其中以央行的降息降准和财政部提到的多措并举保证全年财政支出力度最为重要。但同时，受制于房地产市场回调，国内的宏观政策效力总体有所“折扣”，突出表现在居民部门消费倾向收缩、企业部门信用扩张不畅上。对于 A 股市场而言，国庆假期之后高开低走、成交维持放量的走势也表明市场多空分歧仍然较大，仍难以形成明确的方向。我们维持股指进入震荡阶段的判断，在 10 月下旬人大常委会召开以及 11 月初美国大选落地之后再定方向。

★风险提示:

中国经济修复不及预期，海外地缘政治风险。

王培丞

高级分析师（股指）

从业资格号: F03093911

投资咨询号: Z0017305

Tel: 8621-63325888

Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

10月18日，国家统计局发布了2024年三季度和9月经济数据，对此我们做如下解读。

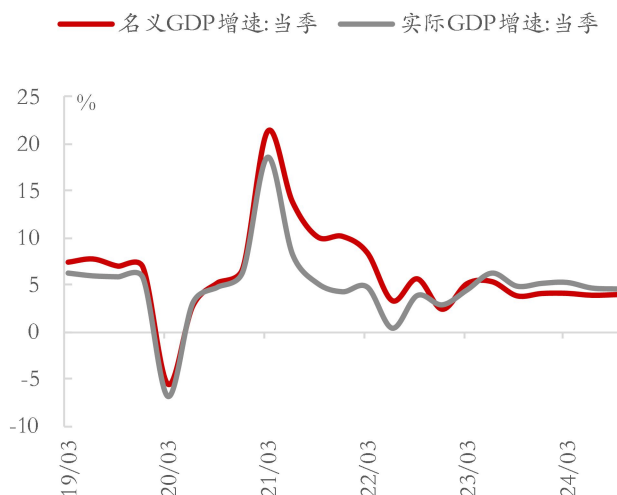
注：由于2023年数据存在由基数扰动造成的波动，故本文同比数据中，如无特殊指明，2023年同比数据均为以2021年为基数的两年平均值，2024年数据则不做调整。

1、三季度 GDP 增速超预期，但完成全年任务难度仍较大

第三季度中国 GDP 同比增速 4.6%，高于市场一致预期的 4.5%。前三季度 GDP 累计同比增速回落至 4.8%，若要完成全年 GDP 增长 5% 的目标，则要求四季度 GDP 增速要高于 5%。从历史数据看，前三季 GDP 累计增速往往高于第四季度 GDP 增速，因此本年度四季度更需超季节性大幅增长，这需要政策大幅发力，各项政策尽早落地。

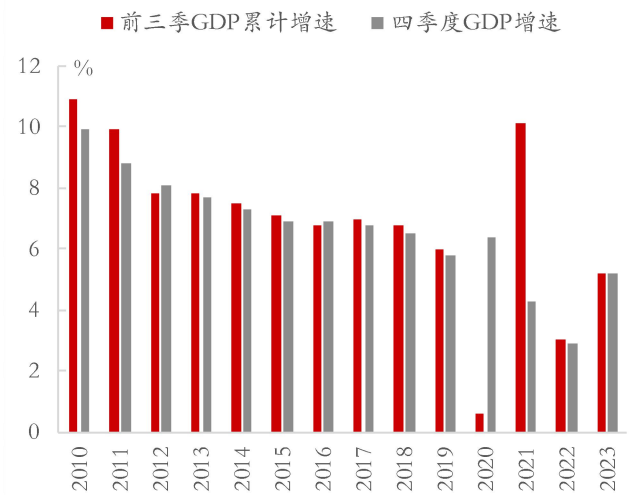
名义 GDP 方面，第三季度名义 GDP 增速 4.04%，较二季度回升 0.07%，与实际 GDP 增速差收缩至 -0.56%，为连续第六个季度名义增长低于实际增长。微观企业与居民部门对经济的体感仍相对冰冷。

图表 1：中国名义与实际 GDP 增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：历年前三季度累计与四季度单季增速对比

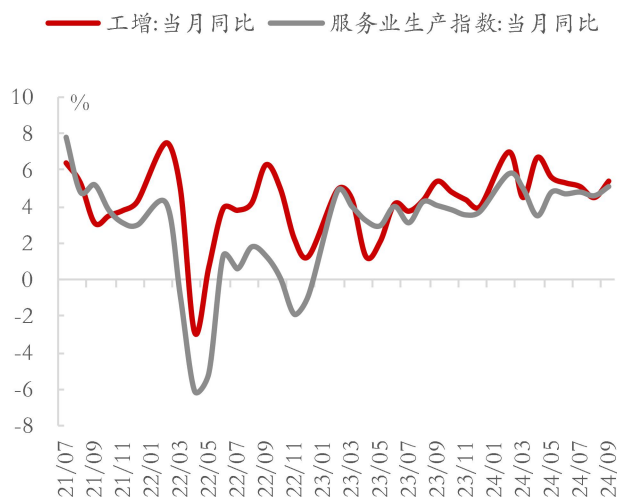


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、9 月份经济数据超预期，供需双双改善

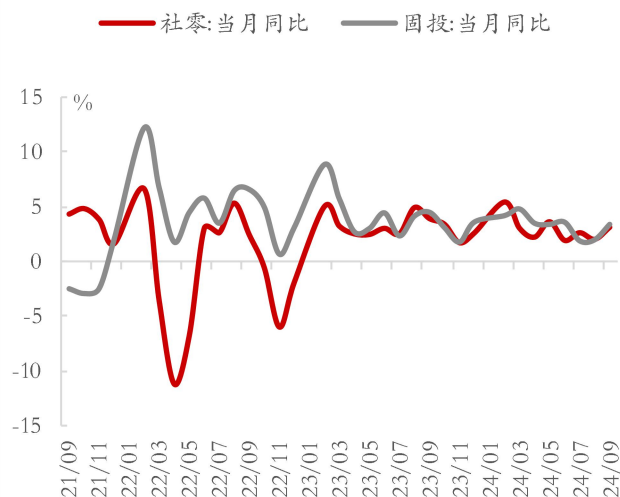
三季度 GDP 好于预期，主要源于 9 月份经济超预期。9 月份供需两端均呈现边际改善。供给端方面，9 月工业增加值同比增长 5.4%，高于 wind 一致预期的 4.6%，较前值 4.5% 回升 0.9 个百分点；9 月服务业生产指数同比增长 5.1%，较前值 4.6% 回升 0.5 个百分点。需求端方面，9 月社零同比增速 3.2%，大幅高于 wind 一致预期的 2.5%，较前值 2.1% 回升 1.1 个百分点；9 月固定资产投资单月增速 3.4%，较前值 2.0% 大幅回升 1.4 个百分点。9 月份的经济修复一定程度上缓解了 7-8 月以来的经济颓势。

图表 3：9 月工业生产和服务业生产边际修复



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：9 月消费和投资边际修复

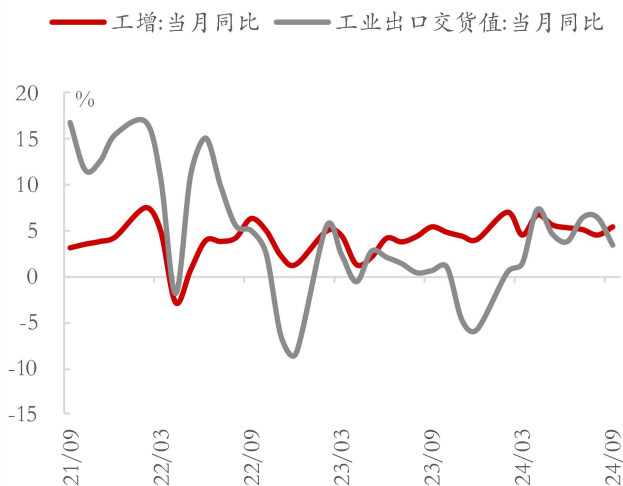


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、公用事业、金融业带动供给端修复

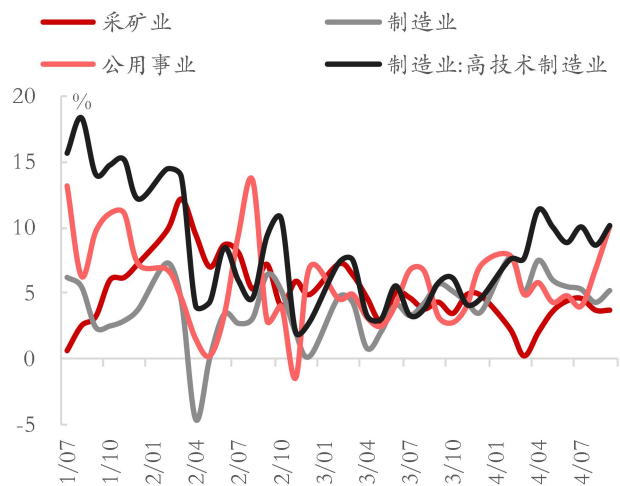
9 月工业增加值同比增速回升至 5.4%。从结构上看，工业生产受外需驱动的特征减弱，内需驱动边际抬升。9 月工业出口交货值同比增长 3.4%，较上月大幅回落 3 个百分点。而采矿业、制造业、公用事业增加值增速分别为 3.7%、5.2%、10.1%，分别较上月回升 0%、0.9%、3.3%。公用事业增速较高或与 9 月台风天气导致风力发电量大增有关，9 月份中国风力发电量 694 亿千瓦时，同比增速 31.6%，较前值扩大 25 个百分点。此外火力发电增速也有小幅扩张，其余水电、太阳能则大幅回落。此外，制造业方面表现平淡。

图表 5：9 月工业品出口回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

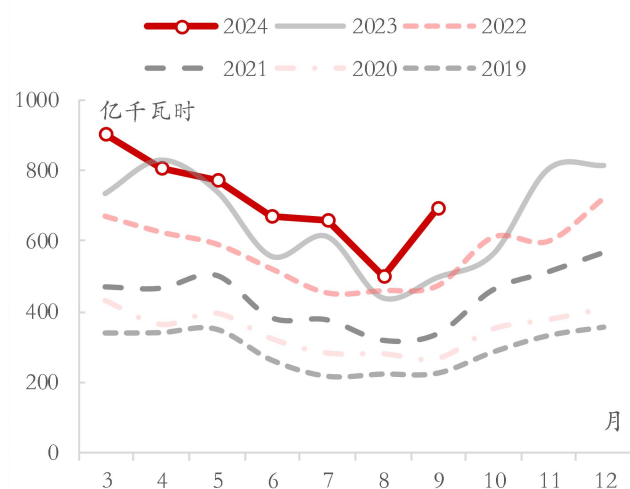
图表 6：工业增加值分行业增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

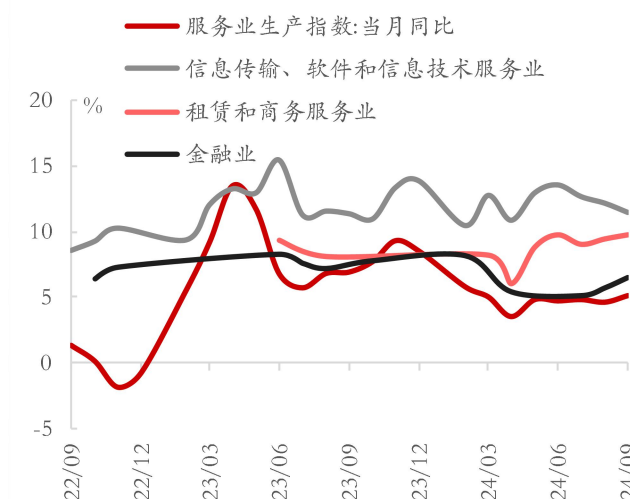
服务业供给方面，9月服务业生产指数同比增长5.1%，比上月加快0.5个百分点。根据统计局披露的服务业各分项生产指数，9月份金融业有明显改善，带动服务业回暖。9月下旬，央行、证监会等部门出台新政，资本市场情绪被大幅点燃。股票成交额从低位快速放量，带动金融业供给边际改善，9月金融业生产同比增速6.5%，较上月扩大0.8个百分点。

图表 7：风力发电量季节性趋势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：9月服务业生产同比回升主因金融业边际改善



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

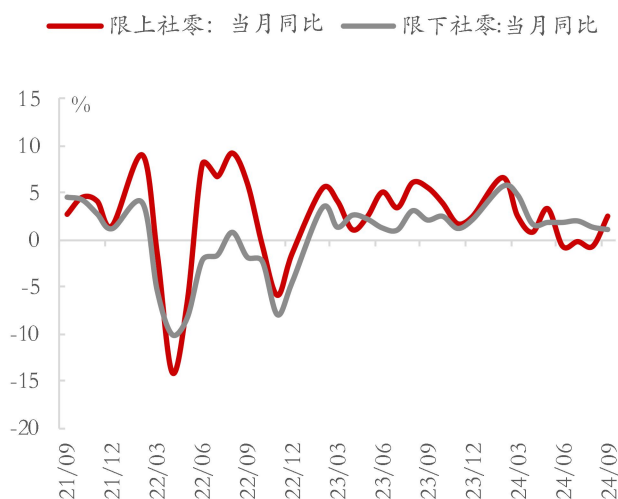
4、政策带动需求端回暖、金融业带动供给端修复

9月社零增速回升至3.2%，大超市场预期。对于社零9月社零体现出明显的受政策呵护的特征，9月份社零表现出限上好于限下、商品好于餐饮、城镇好于乡村的特征。根据国家发改委相关负责人9月23日披露信息，3000亿元支持“两新”（大规模设备更新和消费品以旧换新）工作国债资金已全面下达。除中央资金支持之外，各地也结合当地实际情况，出台消费品以旧换新落地细则，补贴产品覆盖面扩大，并且配合地方配套资金，进一步促进消费者换购需求。以家电、汽车（这些商品是限上企业产品、城镇消费的重点领域）为代表的耐用消费品以价换量，单月零售额增速大幅改善。此外，大中小学9月份秋季开学，也带动了文化办公用品的零售增长。而受到国际油价回落的影响以及新能源汽车的普及和暑期结束等影响，石油及制品类、烟酒类、饮料类消费增速明显回落。

此外需要警惕的是，我们看到居民部门三季度消费支出增速为3.52%，而可支配收入增速为4.96%，这是近两年来首次消费增速低于收入增速，居民部门的消费意愿呈现边际萎缩态势。进一步拆分，三季度居民部门的工资性收入和经营性收入呈现小幅改善，但财产性收入增速转负，转移性收入同比下滑明显，表明房地产价格持续调整对居民收入

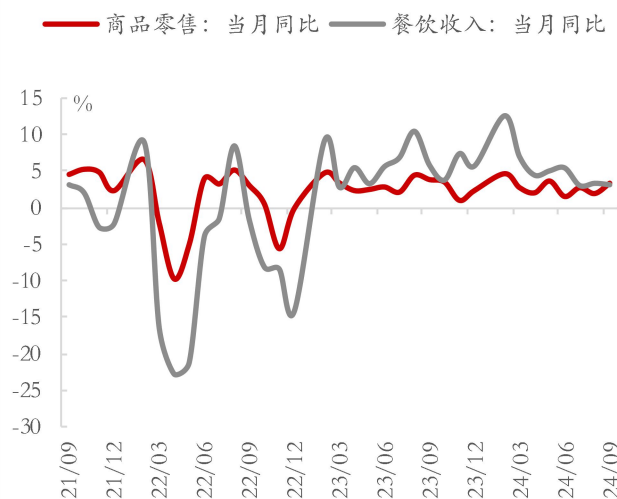
端已产生严重冲击，同时财政在民生领域的支出偏弱也导致对居民部门补贴不足，进一步压降了居民部门的消费倾向。与这一现象伴随而来的是，从2023年以来的以旅游出行行为代表的体验式消费升温支撑服务项CPI的过程有所降温。我们注意到，在今年三季度尽管有暑期和中秋等节假日，但总体上服务消费对于CPI的支撑减弱，9月份中国核心CPI同比增速已经回落至0.1%的低位。文旅部披露的各个假期人均旅游消费支出数据也显示三季度以来的中秋、国庆假期相较于2019年的修复力度有所下行。所以即便政策端在消费品以旧换新方面做出诸多部署和努力，但房地产持续收缩引发的居民消费意愿逐渐保守化，仍值得关注。从这个意义上，房地产若不能止跌回稳，则不能充分发挥其余宏观政策的效力。

图表 9：9月限上商品零售增速好于限下



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：9月商品零售增速好于餐饮



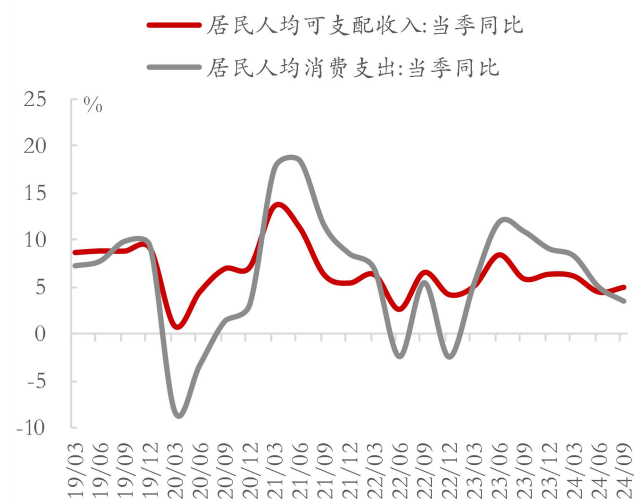
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：主要商品零售当月增速及边际变化



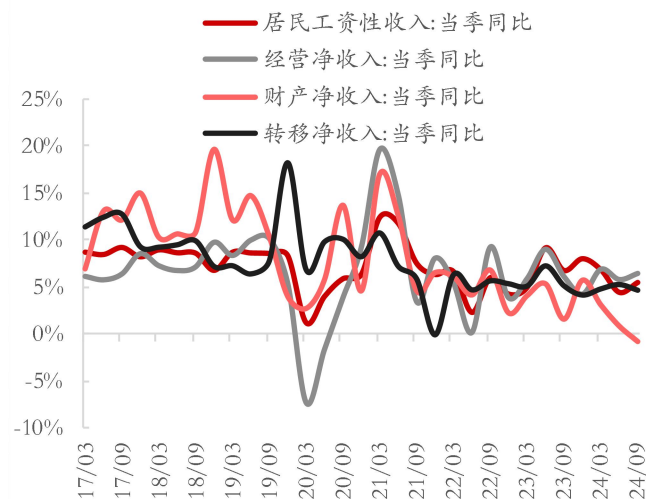
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12: 居民消费倾向收缩



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 居民收入增速中财产性收入转负

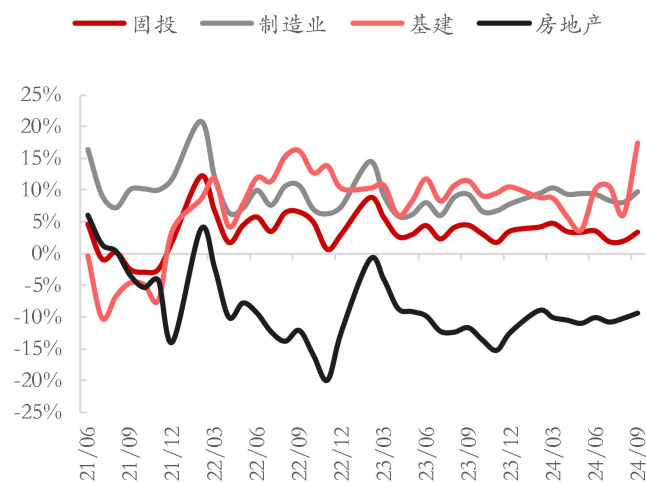


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、投资端：财政加速发力带动投资端回升

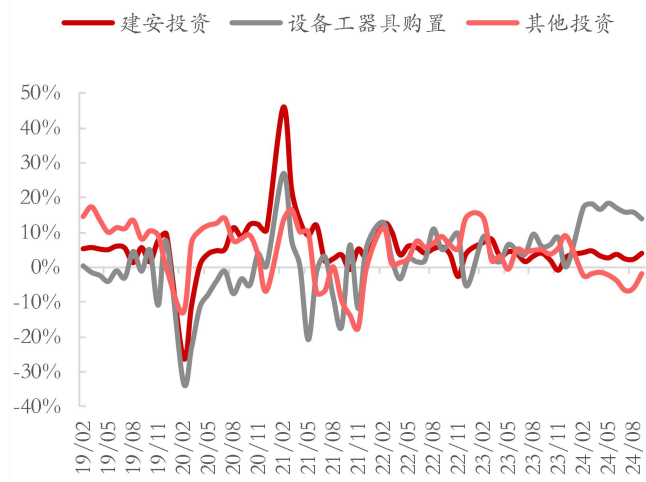
9月固定资产投资增速回升至3.4%，其中制造业、基建、房地产投资增速分别为9.7%、17.5%、-9.4%，分别较上月回升1.7%、11.3%、0.8%，三者均有所修复。从结构上看，建安投资增速4.1%，较上月回升1.7%，而设备工器具购置增速13.8%，较上月回落1.9%，表明投资端的实物工作量形成速度有所加快。这与政策思路向稳经济转化、要求各项财政资金加快落地有关。基建投资成为本月发力最大的一项，电热水气、交运仓储、水利环境三大分项增速均有明显扩张，政府债融资加速带动了财政支出托举9月基建。

图表 14: 固定资产投资回暖主因基建投资改善



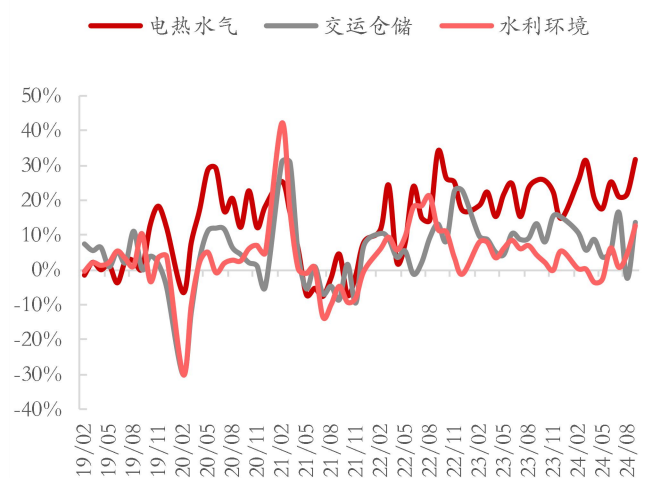
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 建安投资边际明显回升



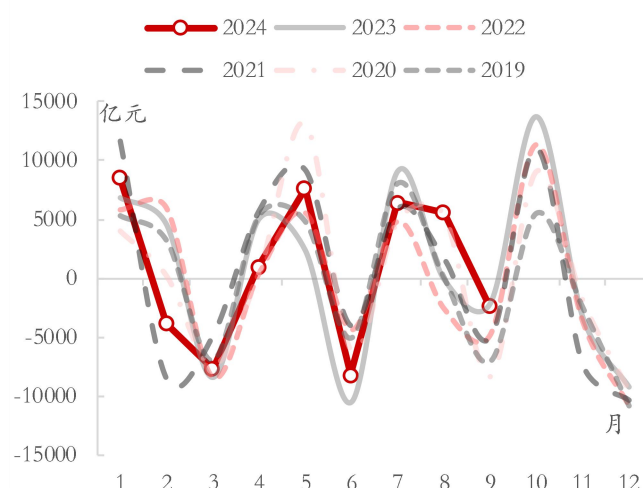
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 基建投资三大类别增速均有明显回升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

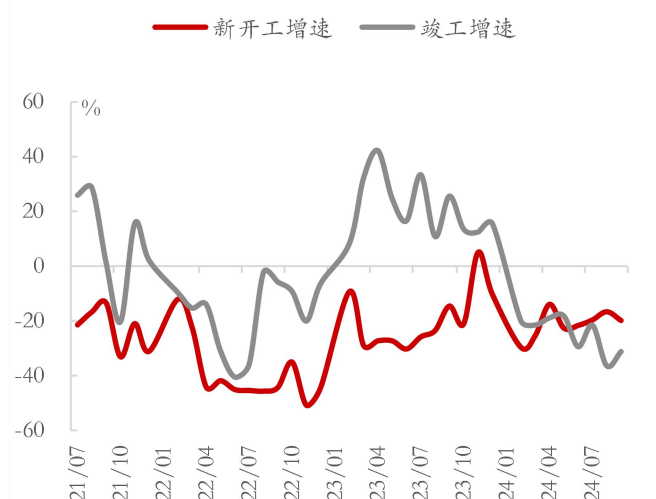
图表 17: 财政存款季节性图表



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

房地产方面, 9 月投资增速虽然回升至-9.4%, 但仍在低位徘徊。投资端, 新开工增速与竣工增速低位波动, 新开工增速进一步回落至-19.9%, 竣工增速小幅收窄至-31.4%。而销售端来看, 9 月份销售小幅改善, 销售面积 9862 万平米, 同比跌幅收窄至-19.9%。价格方面, 根据统计局公布的 70 大中城市商品售价, 9 月份一手房售价同比-6.1%, 二手房售价同比-9%, 均较上月跌幅进一步扩大 0.4 个百分点。短期看, 地产仍在寻底中。9 月 26 日中央政治局会议强调促进房地产市场止跌回稳, 但从市场化销售数据看, 10 月上旬 30 大中城市商品房销售面积仍处在季节性低位, 并未显著放量。

图表 18: 房地产新开工和竣工增速仍在低位徘徊



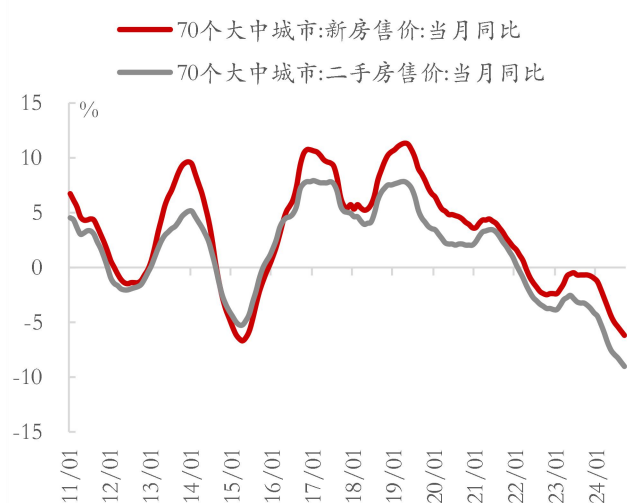
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 房地产销售跌幅小幅收窄



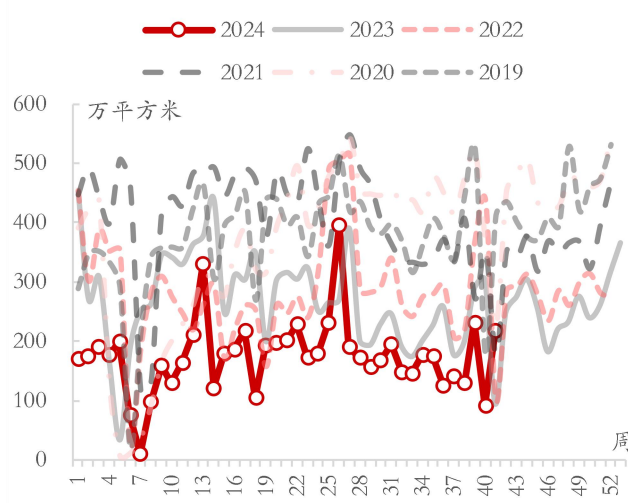
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 70 大中城市一二手房价格持续回调



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 21: 30 大中城市一手房销售仍处季节性低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

7、投资建议

9 月份经济数据体现出的边际改善, 具有鲜明的政策引导和发力色彩。因此四季度国内经济形势如何, 取决于政策支撑的持续性。9 月下旬以来一系列增量政策出台, 其中以央行的降息降准和财政部提到的多措并举保证全年财政支出力度最为重要。但同时也要看到, 受制于房地产市场回调, 国内的宏观政策效力总体有所“打折扣”, 突出表现在居民部门消费倾向收缩、企业部门信用扩张不畅上。对于 A 股市场而言, 国庆假期之后高开低走、成交维持放量的走势也表明市场多空分歧仍然较大, 仍难以形成明确的方向。我们认为在央行创设的互换便利的新型工具已经开始使用, 后续非银机构获得的流动性将用于稳定市场波动上, 因此总体来看下方仍有托举。我们维持股指进入震荡阶段的判断, 在 10 月下旬人大常委会召开以及 11 月初美国大选落地之后再定方向。

8、风险提示

中国经济修复不及预期, 海外地缘政治风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com